PENILAIAN KINERJA KEUANGAN PERUSAHAAN PUBLIK DENGAN MENGGUNAKAN PERBANDINGAN EVA DAN CVA

Oleh : Ir. Khaira Rizfia, MM

Abstraksi

Dalam penelitian ini dilakukan pengukuran kinerja keuangan perusahaan publik dengan menggunakan alat ukur Economic Value Added (EVA) dan Cash Value Added (CVA). Pada konsep EVA, nilai perusahaan tercipta jika laba yang dihasilkan lebih besar dari biaya modal, formulanya NOPAT dikurangi dengan cost of all capital, sedangkan CVA mengukur kemampuan perusahaan untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham, caranya gross cash flow dikurangi dengan depresiasi ekonomis dan capital charge. Data yang digunakan adalah laporan laba/rugi dan neraca perusahaan publik yang dijadikan sampel.

Penelitian ini mengukur penilaian kinerja keuangan perusahaan publik antara yang berkapitalisasi besar dengan yang berkapitalisasi kecil. Hipotesis yang digunakan menggunakan statistik uji beda dua buah harga rata-rata dengan tingkat kepercayaan 95%.

Rata-rata EVA perusahaan publik yang berkapitalisasi besar, lebih besar nilainya dibandingkan dengan yang berkapitalisasi kecil. Dengan statistik uji beda didapat hasil yang tidak berbeda secara significant antara kedua kelompok perusahaan tersebut. Rata-rata CVA perusahaan publik yang berkapitalisasi besar nilainya lebih besar dari yang berkapitalisasi kecil. Dilakukan statistik uji beda didapat hasil yang berbeda secara significant antara kedua jenis perusahaan.

Selain menilai kinerja perusahaan secara internal, sebaiknya manajer dan pemilik modal juga memperhatikan faktor-faktor eksternal seperti kondisi perekonomian secara makro dan prospek perusahaan.

Kata Kunci Economic Value Added (EVA), Cash Value Added (CVA)

Pendahuluan

Perusahaan melakukan penilaian kinerja yang diharapkan akan dapat memberikan umpan balik bagi manajemen. Manajemen dalam mengambil keputusan berdasarkan penilaian kinerja tersebut. Keputusan yang diambil bertujuan untuk meningkatkan efisiensi dan efektivitas perusahaan, dan akhirnya dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham. Selama ini dalam melakukan pengukuran kinerja perusahaan hanya memperhatikan return saja. Namun investor atau pemegang saham dalam menilai suatu perusahaan, tentunya tidak saja melihat return yang dihasilkan, tetapi juga resiko yang dihadapi perusahaan dengan konsep value added.

Dalam penelitian ini, alat ukur yang dipakai untuk mengukur kinerja perusahaan yaitu EVA (Economic Value Added) dan CVA (Cash Value Added). Pendekatan EVA dan CVA dianggap relatif baru dan belum banyak digunakan sebagai pengukur kinerja perusahaan di Indonesia.

Konsep EVA pertama kali dikenalkan oleh Joel M. Stern dan Goerge Bennet Stewart, para financial analyst dari Stern Stewart Management Series of New York, USA. EVA adalah indikator internal perusahaan yang mengukur seberapa efisien operasi-operasi perusahaan dalam penciptaan nilai tambah. Cara menghitung EVA adalah operating profit after tax dikurangi dengan cost all capital. Bila hasilnya positif maka perusahaan menghasilkan laba lebih besar dari biaya modalnya atau dengan kata lain perusahaan berhasil menambah kekayaan dari pemegang saham. Menurut Stern Stewart (1998) perhitungan EVA memerlukan adanya penyesuaian-penyesuaian terhadap laba dan kapital perusahaan, dimana penyesuaian tersebut dimaksudkan untuk menghilangkan distorsi akuntansi yang terdapat di dalam laporan keuangan perusahaan.

Namun EVA juga memiliki beberapa kelemahan. Eric Olsen dari Boston Consulting Group (1999) menemukan bahwa EVA tidak mendorong manajemen untuk membuat investasi besar karena biaya kapital dapat langsung menurunkan EVA. Untuk lebih menyempurnakan EVA dan juga untuk menghilangkan distorsi akuntansi, Boston Consulting Group mengembangkan jenis penilaian value based yang lain, yaitu Cash Value Added (CVA). Pengukuran ini berangkat dari cash flow, yaitu gross cash flow dikurangi dengan

depresiasi ekonomis dan dikurangi juga dengan *capital charge*. Keunggulan CVA dari EVA adalah CVA lebih dapat menghilangkan distorsi akuntansi yang ada, dan juga perhitungannya lebih sederhana.

Pengukuran EVA dan CVA memerlukan estimasi biaya modal atas saham. Sulit diperoleh hasil yang tepat, apabila perusahaan yang belum go publik menggunakan pengukuran tersebut. Hal ini terjadi karena tidak terdapat pencatatan yang akurat atas biaya modal saham. Untuk mencapai hasil yang tepat, pada penelitian ini dilakukan kinerja keuangan pada perusahaan yang telah go publik.

Perhitungan pengukuran kinerja EVA dan CVA memasukkan unsur kapital yaitu ekuitas dan hutang. Dengan memperhatikan perusahaan-perusahaan publik yang berkapitalisasi besar dan berkapitalisasi kecil, diharapkan ada perbedaan hasil penilaian kinerja dengan menggunakan pengukuran-pengukuran tersebut.

Economic Value Added (EVA)

EVA yang diperkenalkan oleh Stewart (1991 : 118), didefenisikan sebagai berikut:

"EVA is a residual income measure that substracts the cost of capital from the operating profits generated in the business. It's a measure to account properly for all of the ways in which corporate value may be added or lost."

Dari defenisi diatas, formula dasar EVA adalah sebagai berikut:

EVA = (r-c) x total capital

 $EVA = (r \times total \ capital) - (c \times total \ capital)$

EVA = NOPAT - (c x total capital)

dimana:

Total

capital = total hutang + total ekuitas, dan dilakukan

penyesuaian - penyesuaian

NOPAT = laba bersih operasi setelah pajak (net operating profits after taxes)

R = NOPAT / capital = rate of return

C = beban biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC (cost of capital)

Economic value added adalah suatu estimasi dari laba riil (true economic profit) perusahaan dalam satu tahun, yang secara substansial berbeda dengan laba akuntansi. EVA merupakan pendapatan residu yang mengeluarkan opportunity cost of all capital. EVA tergantung dari dua hal; manajemen operasi dan manajemen neraca. Laba operasi akan rendah jika perusahaan beroperasi secara tidak efisien. Dan jika manajemen neraca tidak efisien, misalnya terlalu banyak aset lancar dan terlalu banyak modal ekuitas atau terlalu banyak modal hutang, maka tentunya biaya modalnya akan relatif tinggi. EVA juga dipengaruhi investasi yang telah berlalu selain efisiensi operasi. Karena itu, keputusan manajemen keuangan menyangkut dua jenis keputusan yang berbeda, yakni:

- Keputusan yang berkaitan dengan perolehan aset baru atau capital budgeting
- Keputusan yang berkaitan dengan efisiensi penggunaan aset yang ada.

EVA positif menandakan bahwa tingkat pengembalian melebihi tingkat biaya modal atau tingkat pengembalian yang dituntut investor. Sebaliknya, EVA negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah daripada tingkat pengembalian yang dituntut investor. EVA sangat bermanfaat sebagai penilai kinerja perusahaan dimana fokus penilaian kinerja pada penciptaan nilai. Penilaian kinerja yang menggunakan EVA menyebabkan perhatian manajemen sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Dengan EVA, para manajer akan berfikir dan bertindak seperti pemegang saham, yaitu memilih investasi yang memaksimumkan tingkat pengembalian dan meminimumkan tingkat biaya modal.

Cash Value Added (CVA)

CVA memiliki ide dasar mirip dengan EVA. Perusahaan berhasil menciptakan kekayaan bagi pemegang saham bila laba melebihi biaya kapital dan nilai penggantian aset. Perbedaan CVA dari EVA adalah CVA memakai aliran kas sebagai dasar perhitungan.

Dengan hanya melihat pada aliran kas yang benar-benar terjadi, distorsi akuntansi dapat dihilangkan. Perhitungan CVA (BCG Report: 1999) adalah:

> "CVA is the residual cash flow minus the implicit cost of reinvestment and the cost of capital."

CVA= gross cash flow – depresiasi ekonomis – capital chárge

dimana:

Gross cash flow = aliran kas dari operasi yang mengandung bunga hutang

Depresiasi ekonomis = jumlah yang harus disisihkan setiap tahun selama ekonomis dari aset, dimana jumlah seluruh penyisihan pada akhir umur ekonomis sama dengan nilai aset tersebut

Capital charge = cost of capital X total capital

Cost of capital = beban biaya modal rata-rata tertimbang atau WACC

Total capital = jumlah total hutang yang mengandung bunga + total ekuitas

Perhitungan CVA akan menunjukkan seberapa besar perusahaan dapat meningkatkan kekayaan pemegang saham, yaitu perbedaan antara kas yang berasal dari operasi dengan nilai penggantian aset dan biaya kapitalnya. Pada BCG Report (1999:61) dituliskan:

> "Each company's CVA is determinated by three things: its cash flow margin, its asset productivity, and its growth in capital invested. The measure also takes into account changes in the cost of capital, but does not include the market' s expectations of future performance".

Data dan Metodologi

Data

Data yang digunakan adalah IHSG, saham dan laporan keuangan perusahaan publik pada tahun 1999. Sampel yang diambil adalah perusahaan pada sektor industri barang konsumsi. Tujuan pemilihan sampel untuk melihat bagaimana kinerja perusahaan yang berhubungan langsung dengan kehidupan sehari-hari.

Pada penelitian ini perhitungan kinerja perusahaan publik memasukkan unsur kapital, maka perusahaan publik yang memiliki kapital besar dan kapital kecil menjadi bahan pertimbangan dalam pemilihan sampel. Kemudian diambil secara acak 5 sampel perusahaan publik yang memiliki nilai total kapital yang lebih besar dari rata-rata kapital pada sektor perusahaan industri barang konsumsi, dan 5 perusahaan yang memiliki nilai total kapital yang lebih kecil dari rata-rata kapital pada sektor tersebut.

Metodologi

Metodologi analisis yang digunakan untuk menguji perbedaan perlakuan 2 metoda adalah metode statistik parametrik karena data yang digunakan berdistribusi normal. Hipotesis yang akan digunakan untuk menguji perbedaan 2 rata-rata dengan sampel independen dengan uji 2 pihak, dengan uji t.

a) Ho : $\mu EVA 1 = \mu EVA 2$

(tidak terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan publik yang memiliki kapital besar dan kapital kecil dengan menggunakan EVA)

$H_1: \mu \text{ EVA } 1 \neq \mu \text{ EVA } 2$

(terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan publik yang memiliki kapital besar dan kapital kecil dengan menggunakan EVA)

b) Ho: $\mu \, \text{CVA} \, 1 = \mu \, \text{CVA} \, 2$

(tidak terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan publik yang memiliki kapital besar dan kapital kecil dengan menggunakan CVA)

H₁: μ CVA 1≠ μ CVA 2

(terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan publik yang memiliki kapital besar dan kapital kecil dengan menggunakan CVA)

Dengan = 0.05

Perhitungan EVA

Langkah-langkah yang perlu dilakukan untuk mengukur EVA:

 Menghitung NOPAT yang memasukkan nilai perubahan penyesuaian-penyesuaian (perubahan ekuivalen ekuitas) dan bunga hutang.

Laba bersih			XX	
Perubahan deffered taxes	XX			
Perubahan LIFO reserve	XX			
Amortisasi goodwill	XX			
Perubahan capitalized intangibles	XX			
Cadangan piutang ragu-ragu	XX			
Perubahan deferred income reserve	XX	+		
Perubahan ekuivalen ekuitas	XX	+		
Laba bersih disesuaikan			XX	
Bunga hutang			XX	+
NOPAT			XX	

2. Menghitung total capital

Total kapital dalam perhitungan EVA adalah jumlah hutang yang mengandung bunga (interest-bearing debt) dan ekuitas, serta dilakukan penyesuaian-penyesuaian berdasarkan ekuivalen ekuitas yang dipilih. Data diambil dari neraca dan dihitung dengan cara sebagai berikut:

Hutang jangka pendek	XX	
Hutang jangka panjang	XX +	
Total hutang		XX
Ekuitas	XX	

Deffered taxes XX LIFO reserve XX Akumulasi Amortisasi goodwill XXCapitalized intangibles XX Cadangan piutang ragu-ragu XXDeferred income reserve XX + Ekuivalen ekuitas (penyesuaian-penyesuaian) XX + Ekuitas disesuaikan XX +

Menghitung WACC

Total capital

- Biaya hutang setelah pajak KdT = beban bunga/hutang (1 - Tax)
- Biaya saham Ks = Rf + Beta (Rm Rf) dimana :
 - Rf = risk free rate of return (tingkat bunga bebas resiko)

XX

- β = koefisien beta, mengukur tingkat responsive excess return saham (harga saham) terhadap excess return pasar (IHSG)
- Rm = expected return atau pengembalian di pasar yang diukur dengan suatu indeks
- Biaya Saham Preferen Kp = Dp / Np dimana:

Dp = deviden saham preferen pertahun

Np = hasil penjualan bersih saham preferen

Sumber dana	Jumlah (Rp.) (1)	Proporsi Atau bobot (2)	Biaya modal setelah pajak (3)	Biaya modal tertimbang (2) X (3)
Hutang setelah pajak	XX	XX %	XX %	XX %
Saham biasa / common stock	XX	XX %	XX %	XX %
Saham preferen	XX	XX %	XX %	XX %
Biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)				XX %

 Langkah terakhir yaitu perhitungan EVA, dengan cara memasukkan hasil perhitungan diatas ke dalama rumus: EVA= NOPAT – (WACC X Total capital)

Perhitungan CVA

- Terlebih dahulu dihitung gross cash flow perusahaanperusahaan yang dijadikan sampel. Bila pada laporan keuangan perusahaan publik yang dijadikan sampel tidak terdapat laporan arus kas, maka gross cash flow dapat diturunkan laporan laba/rugi. Cara yang dilakukan dengan menggunakan indirect format.
- Setelah didapat data depresiasi ekonomis dari laporan laba/rugi, nilai WACC, nilai total capital berupa jumlah hutang + jumlah ekuitas, sehingga capital charge = WACC X total capital, maka dapat dihitung CVA dengan rumus

CVA = gross cash flow - depresiasi ekonomis - capital charge

Hasil Penelitian

Perusahaan publik yang dijadikan sampel adalah:

Yang berkapitalisasi besar	Yang berkapitalisasi keci	
• SMAR	• BYSP	
• KLBF	• KICI	
• UNVR	• MWON	
• INDF	• DNKS	
• HMSP	• ULTJ	

Hasil EVA	dalam ru	piah)
-----------	----------	-------

kapitalisasi besar	EVA (Rp.)	kapitalisasi kecil	EVA (Rp.)
SMAR	211.120.156.288,81	BYSP	6.697.968.354,43
KLBF	348.378.339.483,26	KICI	6.917.788.003,23
UNVR	761.762.226.822,09	MWON	117.335.148.071,60
INDF	2.163.545.014.653,89	DNKS	72.673.154.571,04
HMSP	728.896.699.302,37	ULTJ	10.837.400.492,46
Jumlah	4.213.702.436.550,42	Jumlah	214.461.459.492,76
Rata-rata	842.740.487.310,08	Rata-rata	42.892.291.898,55

Perusahaan yang memiliki nilai EVA terbesar adalah INDF – termasuk dalam perusahaan yang berkapitalisasi besar, sedangkan yang terkecil adalah BYSP – yang berkapitalisasi kecil. Rata-rata EVA perusahaan publik yang berkapitalisasi besar – lebih besar – dari rata-rata EVA perusahaan publik yang berkapitalisasi kecil. Hal ini menunjukkan perusahaan publik yang berkapitalisasi besar (khususnya INDF) mempunyai nilai lebih hasil operasi selama setahun yang lebih besar daripada perusahaan publik yang berkapitalisasi kecil.

Kesimpulan: bahwa rata-rata EVA perusahaan publik berkapitalisasi besar tidak berbeda secara significant dengan rata-rata EVA perusahaan publik berkapitalisasi kecil.

Uji Beda Rata-rata CVA

Dengan asumsi sama seperti diatas, dan harga t 0,975 dengan dk = 8 dari daftar distribusi student adalah 2,31. Dari perhitungan didapat t = 2,80 dan nilai ini berada didaerah penolakan. Sehingga Ho ditolak, H₁ diterima. Kesimpulan: bahwa terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan publik yang memiliki berkapitalisasi besar dan berkapitalisasi kecil dengan menggunakan CVA.

Kesimpulan

- Dalam perhitungan perbandingan kinerja perusahaan publik dengan menggunakan alat ukur EVA tidak terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan yang berkapitalisasi besar dan yang berkapitalisasi kecil.
- Dengan perhitungan CVA terdapat perbedaan yang significant antara perusahaan yang berkapitalisasi besar dan yang berkapitalisasi kecil. Hal ini disebabkan perhitungan CVA langsung dari Cash flow, sehingga distorsi akuntansi dapat dihilangkan.

Saran

- Untuk memperbaiki nilai EVA: dengan menaikkan nilai laba/NOPAT, antara lain omzet penjualan produksi perusahaan ditingkatkan, mengurangi bunga hutang; meminimumkan tingkat biaya modal melaui optimalisasi struktur modal.
- Cara meningkatkan nilai CVA melalui: perbaikan cash flow seperti memperhatikan manajemen biaya, strategi harga produksi, manajemen persediaan; atau pengurangan biaya modal ddengan cara mengurangi hutang jangka panjang perusahaan serta meningkatkan modal sendiri.
- Alat ukur EVA memperhitungkan return dan resiko, CVA juga memperhitungkan return dan resiko dan langsung memakai data-data dari aliran kas sehingga distorsi akuntansi dapat dihilangkan. Disarankan bagi investor yang ingin menanamkan modalnya pada suatu perusahaan sebaiknya melakukan perhitungan EVA dan/atau CVA karena memperhatikan return dan resiko.
- Cara yang digunakan pada penelitian ini dapat digunakan sebagai cara untuk menilai kinerja keuangan perusahaan, namun sebaiknya pemilik modal dan manajer juga perlu memperhatikan faktor-faktor lain dalam analisanya seperti prospek perusahaan dan kondisi perekonomian secara keseluruhan.

Referensi

Aczel, Amir D., Complete Business Statistics International Edition 1999, Singapore, Mc Graw Hill International, 1999.

Al Ehrbar and Stern Stewart & Co., EVA The Real Key to Creating Wealth, Canada, John Wiley & Sons, Inc., 1998.

Brewer, Peter C., Gyan Chandra, Clayton A. Hock, "Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations", Sam Advanced Management Journal, Spring 1999, hal. 4-11.

Damodaran, Aswath, Corporate Finance Theory and Practice, Canada, JohnWiley & Sons, Inc., 1997.

Horne, James C. Van, Financial Management and Policy, 11th Edition, New Jersey, Prentice Hall International Inc., 1998.

Kane, Alex & Marcus, Investments, Fourth Edition, Irwin Mc Graw – Hill, 1999.

Keys, David, "EVA To Boldly Go?", CMA Management, September 1999, hal. 30-33.

Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, Intermediate Accounting, 7th Edition. Canada, John Wiley & Sons, Inc., 1993

Krupp, James A.G., CFPIM, "EVA Analysis For Purchasing Price Breaks", Production And Inventory Management Journal, Second Quarter, 1999, hal.38 – 42.

Levy, Haim and Marshall Sarnat, Capital Investment and Financial Decisions, Fifth Edition, New York, Prentice Hall, 1994.

Mirza, Teuku, "Konsep Economic Value Added: Pendekatan Untuk Menentukan Nilai Riil Perusahaan dan Kinerja Riil Manajemen", Usahawan, No. 01 Th XXVIII, Januari 1999, hal. 37-40.

O'Hanlon, John, "Off theshelf", Supply Management, 24 Juni 1999, hal 38-39.

Shapiro, Alan C., Multinational Financial Management, 5th Edition, New Jersey, Prentice-Hall Inc., 1996.

Singarimbun, Masri dkk, Metode Penelitian Survai, Jakarta, LP3ES, 1989.

Stewart, Stern and G. Bennet, The Quest For Value: The EVA Management Guide, New York: Harper Collins Publisher Inc., 1991.

Sudjana, Metoda Statistika, Bandung, Tarsito, 1995.

The Boston Consulting Group, "The Value Creators: A Study of The World's Top Performers", BCG Report, 1999.

Utama, Siddharta, "Economic Value Added", SWA, No. 14/XIII, 31 Juli – 13 Agustus 1997, hal 22.

Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, 9th Edition, Hinsdale: The Dryden Press, 1990.